



SCB

# 金利・為替見通し

## No.2025-9

(2025.12.2)

信金中央金庫 地域・中小企業研究所

上席主任研究員 峯岸 直輝

上席主任研究員 鹿庭 雄介

研究員 佐藤 愛佳

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

### 足元の金利・為替環境

#### 12月はF R Bで利下げ観測、E C Bで据置き観測、日銀で利上げ観測がそれぞれ高まる

10月のF O M C議事要旨では、多くの参加者が次回12月会合での政策金利の据置きを主張していたことが分かった。ただ、その後、F R B高官が相次いで利下げ支持を表明したことで、足元において利下げ観測が急速に高まっている。また、E C B理事会の議事要旨では利下げサイクルが終了したとの見方が示されるなど、金利据置きの公算が高まっている。他方、日銀の植田総裁が円安による物価上昇圧力への警戒感から「(12月会合で)利上げの是非について適切に判断したい」と述べたことで、マーケットでは12月利上げ観測が高まっている。

#### 為替介入への警戒感が広がる中でも、円安・ドル高の流れが続く

11月も円安・ドル高の流れが続いた。上旬は日本政府による円買い介入への警戒感が広がったことなどから、やや円高に進む局面もあった。ただ、その後は米国政府機関の閉鎖終了によるドル高圧力の強まりに加え、高市政権による総合経済対策が財政も悪化させるとの懸念から円売り圧力が強まつたことで、円安・ドル高が加速している。11月末の対ドル円相場は156円台半ばと、10月末より2円程度円安・ドル高に振れている。

### 1年先までの金利・為替見通し

#### 12月にF R Bは利下げ、日銀は利上げすると予想。両者のスタンスは26年も変わらないと見込む

24年半ばから続くF R B、E C Bの利下げサイクルは新たな局面に入った。雇用悪化を受けてF R Bが連続利下げに踏み切る一方、E C Bはインフレ目標達成に自信を深め、政策金利の据置きを続けている。F R Bは景気動向やインフレ率を注視しつつ、25年12月、26年4~6月期に利下げすると予測する。これに対し、E C Bは政策金利を当面据え置くとみている。他方、日銀はトランプ関税の影響を慎重に見極め、高市政権とのコミュニケーションも図りながら、利上げを続けよう(25年12月と26年7~9月期に1回ずつ)。かかる状況下、金融政策のスタンスの違いから日米金利差の縮小が続き、円高・ドル安が緩やかに進むと見込んでいる。

### △予測一覧表(12月2日現在)

		25年 11月28日	25年12月	26年1~3月	4~6月	7~9月
米国	FFレート(誘導目標・期末)	3.75~4.00	3.50~3.75	3.50~3.75	3.25~3.50	3.25~3.50
	国債(5年)	3.597	3.20~3.90	3.20~3.90	3.10~3.80	3.10~3.80
	国債(10年)	4.015	3.70~4.40	3.70~4.40	3.60~4.30	3.60~4.30
	NYダウ平均(ドル)	47716.42	45000~49000	45000~49000	45500~49500	46000~50000
ユーロ圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.688	2.40~2.90	2.40~2.90	2.30~2.80	2.30~2.80
	ユーロ・ストックス50	5668.17	5400~5800	5400~5800	5450~5850	5500~5900
日本	無担保コール翌日物	0.477	0.45~0.80	0.70~0.80	0.70~0.80	0.70~1.05
	TORF(3か月)	0.611	0.55~0.85	0.65~0.85	0.65~1.10	0.90~1.10
	中期国債(新発5年債)	1.315	1.20~1.60	1.20~1.60	1.20~1.60	1.20~1.80
	長期国債(新発10年債)	1.805	1.60~2.10	1.65~2.15	1.70~2.20	1.75~2.35
	超長期国債(新発20年債)	2.830	2.45~3.05	2.50~3.10	2.55~3.15	2.60~3.30
	日経平均株価(円)	50253.91	47000~52000	47000~52000	47500~52500	48000~53000
為替	円/ドルレート	156.33	148~158	146~156	144~154	142~152
	円/ユーロレート	180.99	173~183	171~181	169~179	167~177

(備考)「金利・為替見通し」は、原則として毎月第3営業日に発信する予定です。

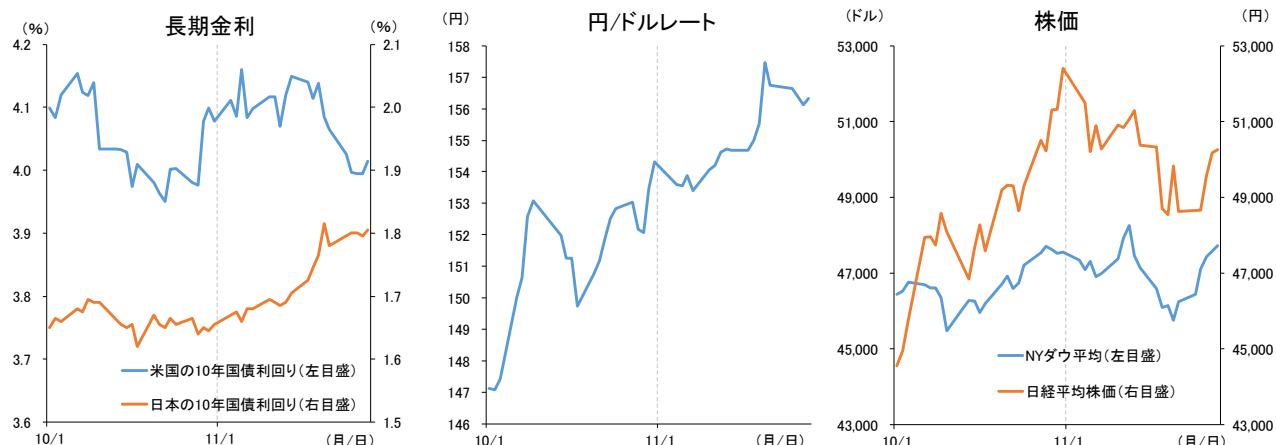
## <11月の金利・為替・株価レビュー>

**海外金利**…長期金利(米10年国債利回り)は、米雇用指標の悪化や、それに伴う利下げ観測の高まりにより、月末にかけて低下した。上旬は、民間雇用データの強弱がまちまちで一進一退となつたが、債券需給を巡る不透明感や米政府機関の一部閉鎖の解除が近いとの観測などから、上昇基調をたどつた。中旬は、政府機関の一部閉鎖でFOMCまでに十分な経済指標がそろわないとの見方や、FOMC議事要旨で多くの参加者が据置きを適切と示したことより、利下げ観測が後退し、上昇した。下旬は、米失業率の悪化やニューヨーク連銀総裁などのFRB高官の発言を受けて利下げ観測が再燃し、低下した。長期金利は前月末比0.063ポイント低下の4.015%で終えた。

**日本金利**…長期金利(新発10年国債利回り)は、大規模な総合経済対策による財政圧迫への警戒感などから上昇した。上旬は、米経済指標の底堅さや米政府機関の再開見通しを受けた米長期金利の上昇が国内債の売り圧力となり、上昇した。中旬は、米長期金利の先高観が強まる中、大規模な総合経済対策が財政を圧迫するとの警戒感から、17年ぶりの高水準まで上昇した。下旬は、利回り水準の高さに着目した買いや、米長期金利の低下により、上昇基調が一服した。月末の長期金利は前月末比0.150ポイント上昇して1.805%、新発20年国債利回りは同0.245ポイント上昇して2.830%になった。

**為替相場**…円の対ドル相場は、大規模な総合経済対策による財政悪化への懸念等が重荷となり、円安が進んだ。上旬は、日本政府による円買い為替介入への警戒感が広がったことや、米民間雇用データの下振れにより米利下げ観測が高まったことで円高が進んだが、米政府の一部閉鎖が解除に向かうと、円安に転じた。中旬は、高市政権による総合経済対策が財政を悪化させるとの懸念や、米利下げ観測の後退から、円安が加速した。下旬は、急速な円安を受け、日本の通貨当局による為替介入への警戒感が強まったことで円高に転じた。米利下げ観測が高まると、日米金利差を意識した円買いが入り、円相場を押し上げた。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17時時点)は156円33銭で終えた。

**日本株式**…国内株式相場を日経平均株価で振り返ると、短期的な過熱感への警戒や、米ハイテク株安の波及により下落した。上旬は、好決算銘柄に買いが入り、上昇に転じた日もあつたが、AI関連銘柄の割高感や短期的な過熱感が意識され、下落した。中旬は、米利下げ観測の後退を背景にした米株式相場の下落や、日中関係悪化への警戒からハイテク株やインバウンド関連株を中心に売られ、ビットコインの急落後は下げ幅を拡大させたが、米半導体大手のエヌビディアが好決算を発表すると、大幅に反発した。下旬は、米ハイテク株安を受けて半導体関連株を中心に急落した後、米追加利下げへの期待から米株式相場が上昇するのに連れて上昇した。月末の日経平均株価は前月末比2,157.43円下落し、50,253.91円で引けた。



## ＜海外経済・金融情勢＞

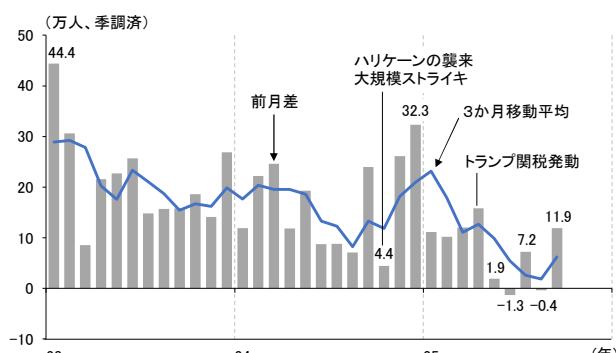
### 1. 米国経済～政府機関閉鎖は終了も、実体経済は未だつかみにくい状況

**10月雇用者数は予想を上回る伸び。他方、11月消費者マインドは大きく悪化**

11月12日に政府機関の閉鎖が終了し、主要な経済統計の公表や集計が再開された。1か月半遅れて公表された9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差11.9万人増と市場予想を上回った(図表1)。ただ、8月の数値(同2.2万人増→同0.4万人減)が下方修正されるなど弱い動きもみられる。また、10月分の一部データが回収できずに欠損となるほか、他のデータ公表も通常より遅れて公表されることになるため、足元の実体経済の動きはつかみにくい状況が続いている。

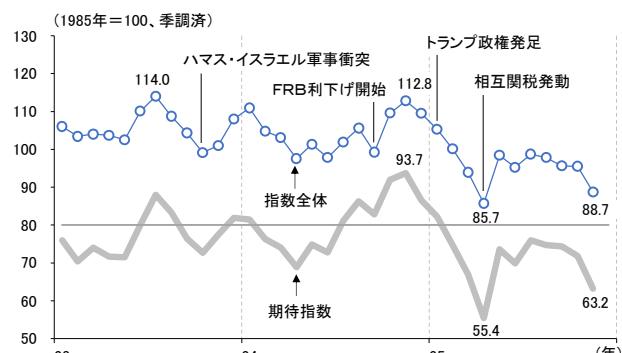
こうした中、コンファレンス・ボードが発表した11月の消費者信頼感指数は88.7と、10月の95.5から大幅に低下した(図表2)。政府機関閉鎖や労働市場に対する懸念の高まりが消費者マインドを押し下げたとみられる。

(図表1) 非農業部門雇用者数(米国)



(備考)米労働省資料より作成

(図表2) 消費者信頼感指数(米国)



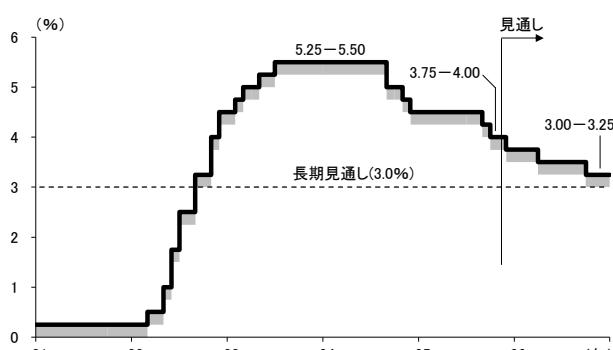
(備考)米コンファレンスボード資料より作成

### 2. 金融情勢(米国)～10月FOMCでは意見に隔たり。足元で12月利下げ観測が高まる

**11月後半にFRB高官が相次いで12月利下げを支持**

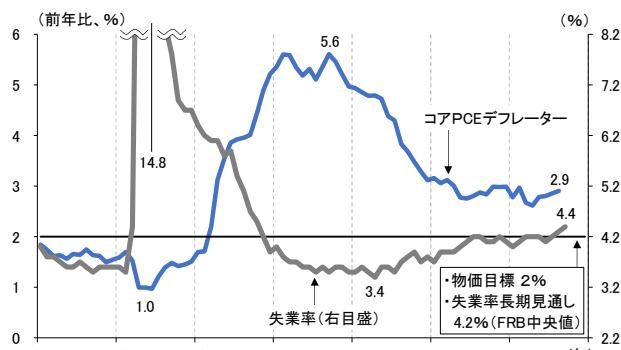
FRB(米連邦準備理事会)が11月19日に公表した10月開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨では、多くの参加者が次回12月会合での政策金利据置きを主張していたことが分かった。もっとも、何人かの参加者は経済が予想通り推移すれば12月の追加利下げを支持すると表明しており、FOMC内でも意見の隔たりが見られる。こうした中、11月21日にウイリアムズNY連銀総裁が、28日にはウォラー理事が相次いで利下げを支持する姿勢を示しており、足元で利下げ観測が急速に高まっている。かかる状況下、当研究所では次回12月会合で追加利下げに踏み切ると予想している(図表3、4)。

(図表3) 政策金利とインフレ率(米国)



(備考)1. 見通しは信金中央金庫 地域・中小企業研究所の予測  
2. FOMC、米商務省資料より作成

(図表4) インフレ率と失業率(米国)



(備考)1. インフレ率はコアPCEデフレーター  
2. 米商務省、米労働省資料より作成

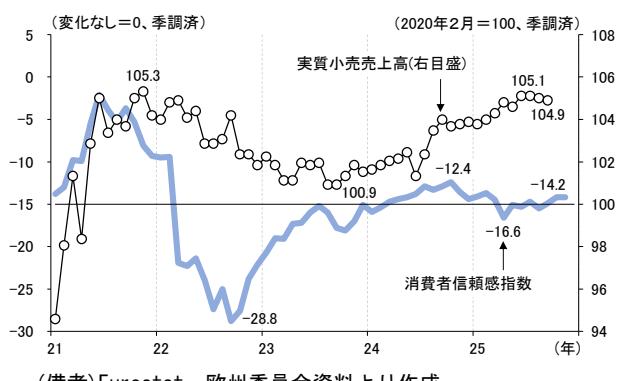
### 3. ヨーロッパ経済～個人消費が一旦ピークを付けた可能性も。マインドの水準は低め

#### マインドは弱く、個人消費の増勢は期待薄

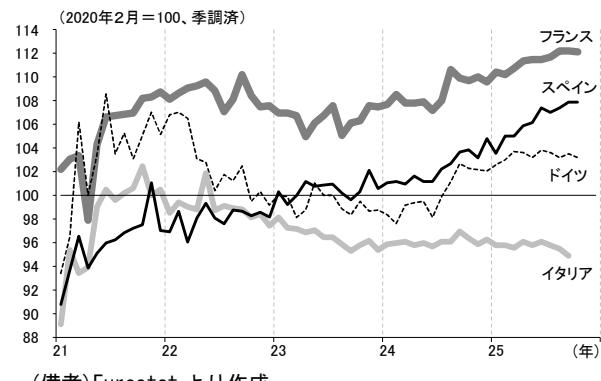
9月のヨーロッパ小売売上高は前月比0.1%減と2か月連続で減少した(図表5)。23年後半から続いてきた増加トレンドは25年半ばに一旦ピークを付けた可能性がある。主要国別にみると、スペインとフランスが増加基調にある一方、ドイツは今年に入り横ばい圏内で推移しているほか、イタリアは減少トレンドにあり、依然としてコロナ前の水準を下回っている(図表6)。

こうした中、個人消費の先行きを占う上で重要なのが、消費者マインドの動きであろう。11月のヨーロッパ消費者信頼感指数は▲14.2と、25年4月の▲16.6をボトムに緩やかな上昇トレンドにある。もっとも、コロナ前(19年平均:▲6.7)と比べると水準は依然として低く、先行き個人消費の増勢は強まりにくいと考えられる。

(図表5) 小売売上高と消費者マインド(ヨーロッパ)



(図表6) 小売売上高(ヨーロッパ主要国)



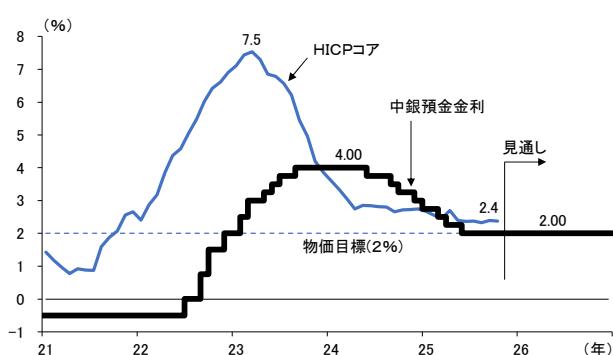
### 4. 金融情勢(ヨーロッパ)～「利下げサイクルが終了した」との見方も示される(10月議事要旨)

#### 7～9月期の妥結貸金の前年比は大きく低下

ECB(欧州中央銀行)が11月27日に公表した10月理事会の議事要旨では、現行の政策金利水準について「ショックに対応する上で十分に強固」と説明された上で、「リスク要因を見極めるために追加的な情報を待つことが可能」と記されている。また、現在の良好な見通しは、リスクが顕在化しない限り維持される可能性が高いとして「利下げサイクルが終了した」との見方も示されている(図表7)。

こうした中、7～9月期のヨーロッパ妥結貸金は前年比+1.87%と、24年7～9月期(同+5.40%)のピークから低下してきている(図表8)。先行きサービス価格の伸び鈍化が予想されることなども踏まえ、当研究所では25年6月を最後にECBの利下げサイクルは終了したとみている。

(図表7) 政策金利とインフレ率(ヨーロッパ)



(図表8) 妥結貸金(ヨーロッパ)



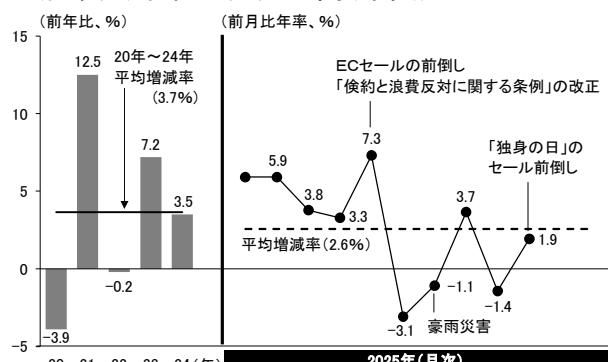
## 5. 中国経済～トランプ関税の影響が足元の輸出に表れた可能性。不動産市場は深刻な状況

**小売売上高が増加に転じる。輸出はトランプ関税導入以降、初めての前年比マイナス**

10月の名目小売売上高は前月比年率1.9%増(当研究所試算)と、増加に転じた(図表9)。年間最大級のセール「独身の日」の開始を10月に前倒ししたことが押上げ要因となった。もっとも伸び率は低く、住宅市場の低迷長期化に加え、消費財の買替えを促す「以旧換新」政策による需要の先食いで家電の売上高が伸び悩んでいることなども影響したとみられる。

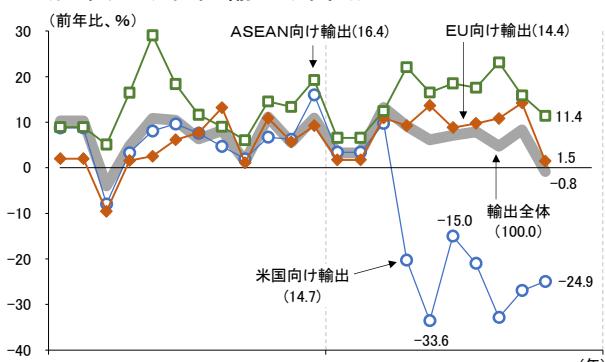
中国海関総署発表の貿易統計をみると、10月の米国向け名目輸出(元建て)は前年比24.9%減と、7か月連続で前年割れとなった(図表10)。また、輸出全体でも同0.8%減と、トランプ関税の発動以降、初めてマイナスとなった。これまで下支え役となっていたEU向け(同1.5%増)やASEAN向け(同11.4%)などの伸び率低下が影響している。もっとも、11月10日から追加関税の一部が引き下げられていることから、先行き米国向け輸出を中心に押下げ圧力がやや弱まることが期待される。

(図表9)名目小売売上高(中国)



(備考)1. 1月と2月は両月の平均値を使用  
2. 中国国家統計局資料より作成

(図表10)名目輸出(中国)

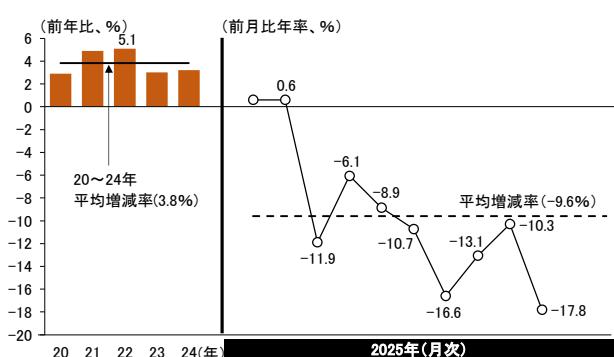


(備考)1. ( )内の数値は2024年の輸出額全体に占めるシェア  
2. 元建で計算。中国海関総署資料より作成

**固定資産投資は前期比年率2桁超のマイナスが続く。不動産大手の資金繰り問題に注目が集まる**

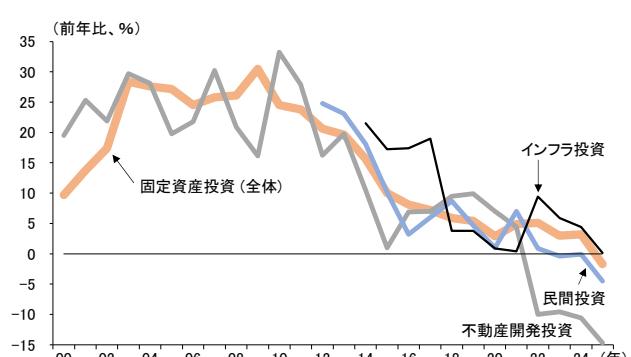
他方、10月の固定資産投資は前月比年率17.8%減(当研究所試算)と、2桁超のマイナスが5か月続いている(図表11)。内訳をみると、トランプ関税による先行き不透明感や、過度な値下げや生産、投資を戒める反内巻政策の影響などから民間投資(10月:年初来累計前年比4.5%減)の前年割れが続いているほか、政府主導のインフラ投資(同0.1%増)もわずかなプラスにとどまっている(図表12)。また、マンション販売不振の影響を受けやすい不動産開発投資(同14.7%減)もマイナス幅を拡大させている。足元では中国不動産大手の万科企業が、近く満期を迎える債券について償還期限の延長に関する債権者集会の開催を予定するなど資金繰り問題が注目を集めている。

(図表11)固定資産投資(全体)



(備考)1. 1月と2月は両月の平均値を使用  
2. 中国国家統計局資料より作成

(図表12)固定資産投資(投資分野別)



(備考)1. 直近25年は10月までの年初来累計値  
2. 中国国家統計局資料より作成

## ＜国内経済・金融情勢＞

### 1. 日本経済は、7～9月にマイナス成長に転じたものの、企業収益は底堅さを維持

**7～9月の実質GDPは前期比 0.4% 減（年率 1.8% 減）で6四半期ぶりのマイナス成長**

7～9月の実質GDPは前期比 0.4% 減（年率 1.8% 減）となり、6四半期ぶりのマイナス成長となった（図表 13）。輸出が同 1.2% 減少した一方、GDPの控除項目である輸入が同 0.1% 減と小幅な落込みにとどまり、外需が成長率を 0.2% ポイント押し下げた。また、住宅投資が省エネ基準の厳格化に伴う駆込み需要の反動で同 9.4% 減と大幅なマイナスとなり、0.3% ポイント押し下げた。在庫投資も 0.2% ポイント押し下げている。一方、設備投資は同 1.0% 増と堅調であり、個人消費は同 0.1% 増で緩やかな回復を維持した。日本経済は、人手不足によるソフトウェア投資などの増加を受けて設備投資が下支えしたものの、トランプ関税による自動車輸出の減少や住宅関連の法改正に伴う特殊要因の影響などで落ち込んだ。

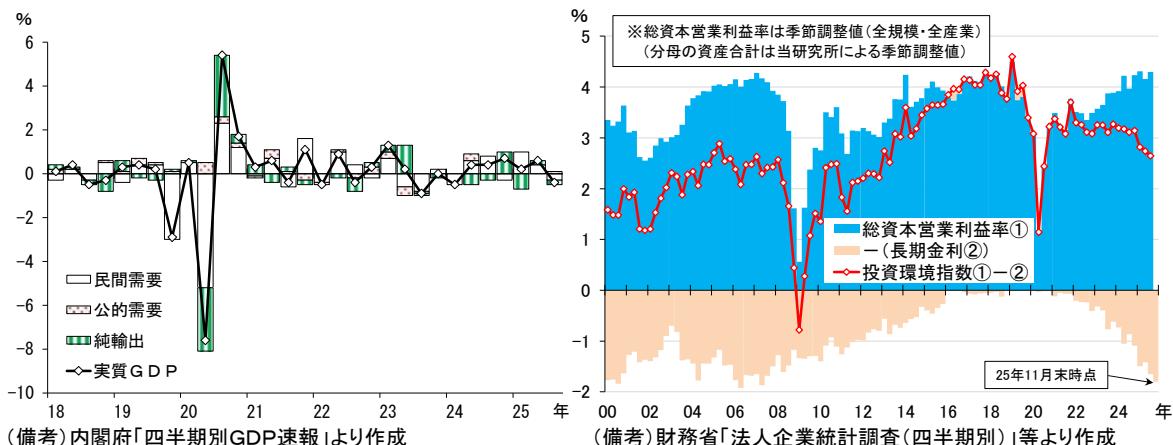
足元の国内経済の動向を景気動向指数（CI）からみると、10月の一致系列は、生産関連や商業販売などが改善したため、前月差 0.5 ポイント程度上昇すると予測する。2か月連続の上昇となり、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、住宅着工や株価・消費者態度指数などの改善で、同 1.8 ポイント程度上昇すると見込まれる。過度な先行き不透明感は後退しつつある。

**7～9月の企業の本業の利益は、製造業で減少した一方、非製造業が好調であり、底堅さを維持**

10月の実質輸出は前月比 3.7% 減少した。10月の対世界の輸出額は前年比 3.6% 増加したが、対米は同 3.1% 減少している。米国向け乗用車は同 7.1% 減だが、マイナス幅は9月の 24.0% から縮小した。北米向け乗用車の輸出物価（契約通貨ベース）は前月比 7.1% 上昇しており、9月の自動車等のトランプ関税の引下げ（27.5%→15%）で日本企業側の関税負担が緩和した可能性がある。また、10月の鉱工業生産は前月比 1.4% 増加した。自動車等が押上げに寄与して2か月連続のプラスとなった。ただ、11月は経済産業省が前月比 2.6% 減少すると試算しており、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。企業の生産活動マインド指標（DI）のトレンドは▲4.4 に低下し、景気後退局面の可能性を示す▲5 以下に迫るなど、当面、生産活動は力強さを欠く恐れがある。

企業の収益状況を財務省「法人企業統計」からみると、7～9月の全規模・全産業は売上高が前年同期比 0.5% 増、経常利益が 19.7% 増と増収増益となつた。しかし、製造業の営業利益はトランプ関税が影響して同 6.9% 減少した。本業の総合的な収益性を示す総資本営業利益率（全規模・全産業）は、製造業の営業利益が減少した一方、非製造業が好調で 4.3% を維持している（図表 14）。ただ、製造業で本業の儲けが弱含んでいるうえ、金利が上昇基調にあり、投資採算の悪化から設備投資に下押し圧力がかかる恐れには留意を要する。

（図表 13）実質GDPの前期比増減率・寄与度 （図表 14）総資本営業利益率・投資環境指数



## 7~9月の設備投資は前期比1.0%増でソフトウェア投資が押上げ

7~9月の実質設備投資(GDP統計)は前期比1.0%増加した(図表15)。4四半期連続のプラスであり、人手不足などに伴うソフトウェア投資等が堅調だった。ただ、「法人企業統計」の設備投資額(除くソフトウェア)は前期比0.3%減少している。前期の高い伸び率の反動減による製造業の落込みが響いた。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、9月は前月比4.2%増加した。非製造業(除く船舶・電力)は同8.7%減で3か月連続のマイナスであるが、製造業が同23.3%増で押上げに寄与した。7~9月は前期比2.1%減少しており、基調判断は「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に据え置かれた。ただ、10~12月見通しは同0.2%増と小幅なプラスであり、先行き不透明感の後退などを受けて、下げ止まるか注目される。設備投資は、人手不足に伴う省力化・DX・ソフトウェア投資等が下支えすると見込まれるが、海外経済の減速やトランプ関税の影響などには引き続き留意を要する。

## 7~9月の個人消費は前期比0.1%増と緩慢な回復。インバウンドは日中関係の悪化が懸念

7~9月の実質個人消費(GDP統計)は前期比0.1%増加した。外食や猛暑で飲料が堅調だったが、秋物衣料や自動車が振るわず、緩慢な回復にとどまった。9月は1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)が前月比0.7%減で3か月ぶりのマイナスである。前年比は1.8%増であるが、ふるさと納税の仲介サイトのポイント付与終了前に寄付が急増し、諸雑費が1.3%ポイント押し上げた点には留意を要する。一方、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比0.5%増で3か月ぶりにプラスとなった。耐久財が同4.4%増でPCのWindows10のサポート終了に伴う買替需要が押し上げた。サービスも同0.2%増加したものの、非耐久財は同0.1%減と精彩を欠いた推移が続いている。

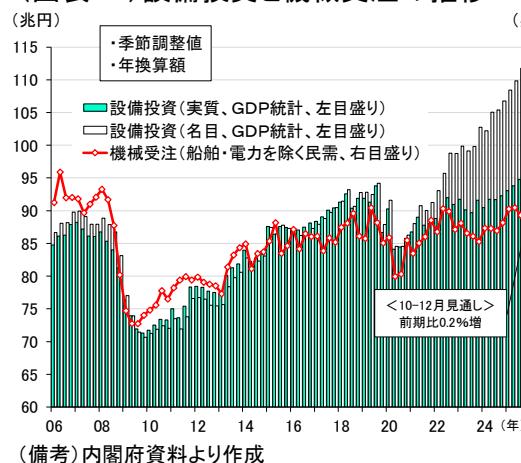
10月の小売業販売額は、前月比1.6%増加した。下旬の気温低下で秋冬物衣料が堅調だった。10月のインバウンドは、訪日外客数が389.6万人で前年比17.6%増加した。全国百貨店のインバウンド(免税)売上は、円安進行もあって前年比7.5%増と8か月ぶりにプラスとなった。ただ、中国が台湾有事を巡る高市首相答弁を受けて訪日自粛を促しており、日中関係の悪化で約3割(25年1~10月)を占める中国・香港からの訪日客が減少することが懸念される。

## 先行き、国内経済は、所得環境の改善を受けて回復も、円安進行等の物価上昇圧力は根強く、緩慢なペースへ

先行き、個人消費は、高市政権による「総合経済対策」(図表16)等の各種政策などによる下支えもあり、可処分所得の増加などを背景に底堅く推移すると見込まれる。高市政権の政策を受けた企業・消費者のマインドの改善や円安進行による企業収益の押し上げ効果なども国内景気にプラスに寄与しよう。

ただ、今後、トランプ関税の影響が徐々に顕在化する恐れがあるうえ、拡張的な財政出動や円安進行などによる物価上昇圧力の高まり、人件費等のコスト増による企業収益の圧迫、日中関係の悪化など、景気下押し要因も少なくなく、国内経済の回復ペースは緩慢になると見込まれる。

(図表15)設備投資と機械受注の推移



(図表16)高市政権の「総合経済対策」の経済効果

『「強い経済」を実現する総合経済対策』の経済効果(11月21日閣議決定)	
●物価高に直面する家計の直接的な負担軽減額(今後1年程度)	
●重点支援地方交付金(2.0兆円)	●ガソリン税の当分の間税率の廃止(1.0兆円)
<家計支援枠>	※25年11月13日から段階的に価格引き下げ 税率25.1円/L分廃止:1世帯当たり1.2万円程度
1世帯当たり1万円程度 例:LPガス使用世帯支援、水道料金の減免等	●物価高対応子育て応援手当(0.4兆円)
<食料品の物価高騰に対する特別加算>	子ども1人当たり2万円
1人当たり3,000円程度 例:プレミアム商品券、お米券等	●所得年収の壁見直し(1.2兆円) ※25年12月末調整~ 納税者当たり2~4万円程度
●電気・ガス料金負担軽減支援事業(0.5兆円)	
1世帯当たり7,000円程度(26年1~3月)	
●電気料金:1kWh当たり支援額1~2月4.5円、3月1.5円	
●ガス料金:1m <sup>3</sup> 当たり支援額1~2月18円、3月6円	
●マクロ経済全体に対する効果	
●消費者物価押下げ効果	
●ガソリン税の当分の間税率の廃止:▲0.3%ポイント	
●電気・ガス料金負担軽減支援事業(26年2~4月平均):▲0.4%ポイント	
●実質GDP押し上げ効果	
●実質GDP換算額:+24兆円程度	
●成長率換算:+1.4%程度※今後3年程度で上記効果が発現すると仮定した場合の単純平均	

(備考)内閣府「『強い経済』を実現する総合経済対策」資料より作成

## 2. 日銀は円安による物価上振れを警戒しており、12月に利上げに踏み切る可能性が高まる

### 日銀は円安による物価上振れを警戒

日銀は、10月の金融政策決定会合で、政策金利を据え置いた。10月に金融緩和や積極財政を重視する高市政権が発足したこと、市場では政府から利上げの理解を得ることが困難になるとの見方が広がった。高市首相は「経済財政諮問会議」民間議員等に“リフレ派”を起用するなど、財政懸念などを受けて円や国内債の売り圧力が強まった。円安による輸入物価の上昇は、予想インフレ率や基調的な消費者物価上昇率を高める可能性がある。植田日銀総裁と高市首相との会談では、高市首相から金融政策に対する要請はなかった。また、植田総裁は、円安が「基調的な物価上昇率に影響する可能性にも留意していかないといけない」と警戒しており、「(12月会合で)利上げの是非について適切に判断したい」と述べ、市場では12月の利上げ観測が高まっている。利上げを見送れば円安が加速する恐れもあり、早期利上げ環境は整いつつある。

### 10月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は3.0%に加速。先行き、「総合経済対策」等による各種支援策が下げへ

10月の国内企業物価の前年比上昇率は2.7%で伸び率は前月の2.8%から鈍化した。年度下期入りで前月比は0.4%上昇し、特にコメ等の農林水産物や銅等の非鉄金属が押し上げた。輸入物価は前年比1.5%低下した。契約通貨ベースは同2.5%低下したが、前月比は金属・石油関連の押上げで0.7%上昇した。足元の円安基調が国内企業物価に波及するか注視する必要がある。

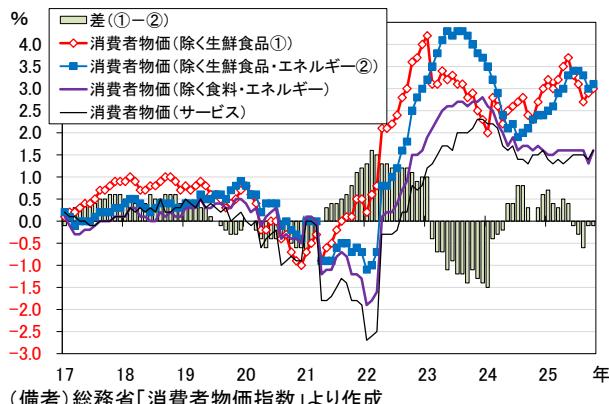
10月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が3.0%となり、前月の2.9%から2か月連続で加速した(図表17)。自動車保険料や宿泊料等が押し上げた。先行きは、高市政権の「総合経済対策」などを受けて(図表16参照)、11月中旬から段階的にガソリンの補助金が増額され、25年末にはガソリン税旧暫定税率(25.1円/L分)が廃止される。また、26年1~3月(使用分)の電気・都市ガス代の負担軽減策など、各種支援策の実施によって物価上昇率が押し下げられるものと見込まれる。

### 日銀は、「春闘の初動のモメンタム」を確認できれば、早ければ12月にも追加利上げへ

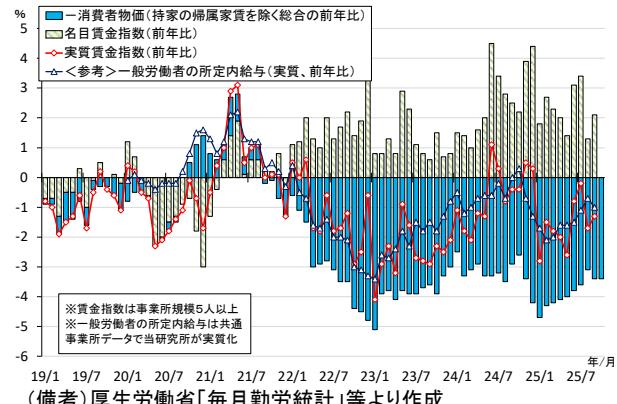
9月の実質賃金は前年比1.3%減で9か月連続のマイナスとなった(図表18)。名目賃金の前年比上昇率は2.1%と前月(1.3%)から高まったが、依然としてインフレ率を下回る。安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)は2.3%と前月(2.4%)から鈍化しており、基本給の賃金上昇率が加速している状況ではない。11月25日に「政労使会議」が開催され、政府は、中小企業を含めた賃上げの環境整備に取り組むことを表明している。

日銀は、米国経済・通商政策等を巡る不確実性は低下し、経済・物価見通しが実現する確度は高まっているとみている。人手不足感が強く、企業収益は堅調であり、企業の積極的な賃金設定行動が継続しているとして、政策委員等からは利上げに前向きな言動が相次ぐなど、「春闘の初動のモメンタム」を確認できれば、早ければ12月にも追加利上げに踏み切るものと見込まれる。

(図表17)消費者物価指数の前年比変動率



(図表18)実質賃金の前年比増減率



## &lt;リスクシナリオ（確率 25%）&gt;

トランプ政権が発動した相互関税の見直しが一部の国でまとまらず、貿易摩擦が激化する。また、合意に達した国でも、これまでより高い関税率が適用されているため、世界貿易に対する下押し圧力は次第に高まり、各国景気の悪化も相まって株安が進む。これを受け、F R B と E C B は追加利下げに踏み切り、日銀も 26 年後半に利下げに転じる。日米金利差の縮小を通じて、円高・ドル安に振れると想定。

		25年 11月28日	25年 12月	26年 1～3月	4～6月	7～9月
米国	FFレート(誘導目標・期末)	3.75～4.00	3.50～3.75	3.00～3.25	2.50～2.75	2.00～2.25
	国債(5年)	3.597	3.20～3.90	2.90～3.60	2.60～3.30	2.30～3.00
	国債(10年)	4.015	3.70～4.40	3.40～4.10	3.10～3.80	2.80～3.50
	NYダウ平均(ドル)	47716.42	45000～49000	43000～47000	41000～45000	39000～43000
ユーロ圏	中銀預金利(期末)	2.00	1.75	1.50	1.25	1.00
	国債(ドイツ10年債)	2.688	2.40～2.90	2.20～2.70	2.00～2.50	1.80～2.30
	ユーロ・ストックス50	5668.17	5400～5800	5200～5600	5000～5400	4800～5200
日本	無担保コール翌日物	0.477	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80	0.45～0.80
	TORF(3か月)	0.611	0.55～0.85	0.65～0.85	0.40～0.85	0.40～0.60
	中期国債(新発5年債)	1.315	1.20～1.60	1.15～1.55	1.10～1.50	0.90～1.50
	長期国債(新発10年債)	1.805	1.60～2.10	1.45～1.95	1.30～1.80	1.00～1.50
	超長期国債(新発20年債)	2.830	2.45～3.05	2.20～2.80	1.95～2.55	1.55～2.15
	日経平均株価(円)	50253.91	47000～52000	45000～50000	43000～48000	41000～46000
為替	円／ドルレート	156.33	148～158	143～153	138～148	133～143
	円／ユーロレート	180.99	173～183	168～178	163～173	158～168

## 日米欧中央銀行会合スケジュール

## &lt;2026年&gt;

金融政策決定会合 (日本銀行)	F O M C (米連邦公開市場委員会)	E C B (政策理事会)
1月22～23日	1月27～28日	2月5日
3月18～19日	3月17～18日	3月19日
4月27日～28日	4月28～29日	4月30日
6月15～16日	6月16～17日	6月11日
7月30～31日	7月28～29日	7月23日
9月17～18日	9月15～16日	9月10日
10月29～30日	10月27～28日	10月29日
12月17～18日	12月8～9日	12月17日

(備考) 各国資料より作成

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがいまして、投資・施策実施等についてご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

## &lt;11月の内外経済・金融スケジュール&gt;

## (日本)

## ① 毎月勤労統計 ・・・ 8日

9月の実質賃金は、根強い物価高を背景に、9か月連続で前年比マイナスとなった。10月の消費者物価（除く持家の帰属家賃）の上昇率は3.4%と高止まりしており、10か月連続でマイナスになると見込まれる。

## ② 日銀短観 ・・・ 15日

12月の日銀会合前に発表されるデータとして注目される。日銀はトランプ関税の影響を警戒しており、企業の景況感や収益の底堅さが示されれば、追加利上げ観測が強まろう。

## ③ 日銀金融政策決定会合 ・・・ 18～19日

植田総裁は、1日の講演で12月の利上げを事実上予告し、他の日銀高官からも利上げに前向きな発言が増えている。足元では急速な円安への警戒が高まっており、春闘の初動のモメンタムを確認次第、利上げに踏み切る可能性が高い。

## ④ 全国消費者物価指数 ・・・ 19日

先行指標である東京都区部（除く生鮮食品）前年比上昇率（11月中旬）は2.8%で、前月と同水準であった。政府による電気・ガス料金補助の終了が押上げに寄与した一方、食料の上昇率は縮小傾向が続いている、引き続き注目される。

## (米国、海外)

## ⑤ FOMC ・・・ 9～10日

11月末に発表された米経済指標は米国経済の減速を示しており、市場は12月の利下げを見込んでいる。同時に公表される経済見通しにも要注目である。

## ⑥ 就業統計 ・・・ 16日

9月は非農業部門雇用者数が前月差11.9万人増と市場予測を上回ったが、失業率は4.4%と前月に比べ0.1%ポイント上昇した。米労働市場の動向を見極めるために、重要である。

## ⑦ 消費者物価指数 ・・・ 18日

10月の消費者物価指数は、米政府機関の一部閉鎖の影響で、公表が中止された。物価情勢を確認するうえで、注目される。

## ⑧ ECB政策理事会 ・・・ 18日

10月会合の議事要旨では現行の金利水準がリスクに対して手堅いとの認識が示されており、ECB高官からも利下げ停止を示唆する発言が相次いでいる。12月は政策金利を据え置こう。

## (日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	7～9月法人企業統計季報 自動車販売（11月）
2日	消費動向調査（11月）
5日	景気動向指数（10月速報） 家計調査（10月）
8日	①毎月勤労統計（10月速報） 7～9月GDP統計（2次速報） 国際収支（10月） 景気ウォッチャー調査（11月）
9日	マネーストック統計（11月）
10日	企業物価指数（11月）
11日	10～12月法人企業景気予測調査
15日	②日銀短観（12月調査） 第3次産業活動指数（10月）
17日	機械受注（10月） 貿易統計（11月速報）
18日	③日銀金融政策決定会合（～19日）
19日	④全国消費者物価指数（11月）
24日	企業向けサービス価格指数（11月）
25日	住宅着工統計（11月）
26日	失業率・有効求人倍率（11月） 都区部消費者物価指数（12月中旬） 商業動態統計（11月速報） 鉱工業生産（11月速報）

## (米国、海外) \*

発表日	経済指標・注目材料等
1日	I SM製造業景気指数（11月）
3日	鉱工業生産・設備稼働率（9月） I SM非製造業景気指数（11月）
5日	個人所得・消費（9月） ミシガン大学消費者態度指数（12月速報）
9日	⑤FOMC（～10日）
10日	米7～9月の雇用コスト指数
16日	⑥雇用統計（10月事業所調査・11月） 鉱工業生産・設備稼働率（11月）
18日	⑦消費者物価指数（11月） ⑧ECB政策理事会
23日	米7～9月GDP統計（速報値）
24日	消費者信頼感指数（12月）
毎週木	新規失業保険申請件数

\* 米政府機関の一部閉鎖の影響で公表が延期された経済指標のうち、公表日が未定となっている米国指標は以下の通り。

製造業受注（9～10月）、貿易収支（9～10月）、生産者物価指数（10～11月）、小売売上高（10～11月）、鉱工業生産・設備稼働率（10月）、住宅着工件数（9～11月）、耐久財新規受注（10～11月）、個人所得・消費（10～11月）

\* 公表が中止となった米国指標は以下の通り。

雇用統計（10月家計調査）、消費者物価指数（10月）